

MỤC TIÊU CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐẾN NĂM 2015

Hà Quỳnh Hoa*

Mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ của Việt Nam đã được xác định là mục tiêu lạm phát theo Điều 3 Luật Ngân hàng Nhà nước năm 2010. Tuy nhiên, từ năm 2011 đến nay, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam vẫn phải thực hiện nhiều mục tiêu kinh tế vĩ mô. Chính vì vậy, để giúp các nhà điều hành chính sách tiền tệ có thêm một kênh tham khảo về mục tiêu chính sách tiền tệ năm 2014 và 2015. Nghiên cứu này đã thực hiện ước lượng hàm cầu tiền bằng mô hình hiệu chỉnh sai số và thông qua đó để dự báo mức tăng cung ứng tiền tệ theo các kịch bản khác nhau về dự báo tăng trưởng và lạm phát của Việt Nam năm 2014 và 2015. Kết quả ước lượng được cho thấy để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế 5,7% và tốc độ tăng CPI khoảng 7% như trong Nghị quyết của Quốc hội về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2014 thì cung ứng tiền tệ năm 2014 cần tăng khoảng 16,7% đến 17,8%. Còn nếu tốc độ tăng trưởng bình quân năm 2014 và 2015 khoảng 5,65%/năm và tỷ lệ lạm phát khoảng 7,35% thì cung ứng tiền tệ cần tăng bình quân khoảng 16,1% đến 17,1%/năm.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, cung tiền, cầu tiền.

1. Giới thiệu

Tại Điều 3 Luật Ngân hàng Nhà nước (Quốc hội, 2010) năm 2010 quy định chính sách tiền tệ (CSTT) quốc gia là các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia của cơ quan nhà nước có thẩm quyền, bao gồm quyết định mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát, quyết định sử dụng các công cụ và biện pháp để thực hiện mục tiêu đề ra. Như vậy, đến năm 2010, CSTT của Việt Nam theo luật đã chuyển từ CSTT đa mục tiêu sang CSTT lạm phát mục tiêu. Tuy nhiên, thực tiễn điều hành từ năm 2011 đến nay cho thấy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) không phải là có duy nhất một nhiệm vụ ổn định lạm phát mà song song phải thực hiện một số nhiệm vụ khác nữa như thúc đẩy tăng trưởng, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp... Nguyên nhân của việc làm này là do các tiền đề để thực hiện CSTT mục tiêu lạm phát chưa hội tụ đầy đủ chẳng hạn như: Chính phủ chi phối quá sâu làm giảm tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước, thị trường tiền tệ phát triển ở mức độ thấp, các ngân hàng thương mại còn hạn chế về khả năng quản trị rủi ro, năng lực tài chính của các tổ chức tín dụng còn hạn chế, nền kinh tế vẫn bị đô la hóa... Bởi vậy, trong thời gian trước mắt và cụ thể là từ nay đến

năm 2015, CSTT vẫn nên thực hiện theo hướng đa mục tiêu trong đó chú trọng mục tiêu lạm phát và tăng trưởng.

Bài viết này sẽ thực hiện ước lượng hàm cầu tiền cho Việt Nam giai đoạn 2000-2012 bằng mô hình véc tơ hiệu chỉnh sai số (ECM), qua đó dự báo tốc độ tăng cung tiền nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng và lạm phát như trong Nghị quyết của Quốc hội về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2014 (Quốc hội, 2013). Đồng thời, bài viết không chỉ dừng lại ở việc dự báo tốc độ tăng cung ứng tiền tệ theo mục tiêu tăng trưởng và lạm phát được Quốc hội thông qua cho năm 2014, mà còn dựa vào những kết quả dự báo của tác giả về tăng trưởng và lạm phát của Việt Nam cho năm 2014 và 2015 (Hà Quỳnh Hoa, 2014), để từ đó dự báo về tốc độ tăng cung ứng tiền tệ tương ứng. Kết quả dự báo từ nghiên cứu này hy vọng phần nào đó giúp các nhà hoạch định chính sách có được những kịch bản khác nhau cung ứng tiền tệ để có những ứng xử chính sách phù hợp với những diễn biến của nền kinh tế trong năm 2014 và 2015.

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu, nội dung bài viết ngoài phần giới thiệu và kết luận sẽ được chia thành ba phần. Phần thứ nhất giới thiệu chung về

chính sách tiền tệ. Phần thứ hai ước lượng hàm cầu tiền cho Việt Nam. Phần thứ ba dự báo tốc độ tăng cung tiền nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng và lạm phát như trong Nghị quyết của Quốc hội đã đề ra cho năm 2014, cũng như dựa trên một số kịch bản dự báo cho tăng trưởng, lạm phát của Việt Nam năm 2014 và 2015 để dự báo tốc độ tăng cung ứng tiền tương ứng cho các năm 2014 và 2015.

2. Chính sách tiền tệ

2.1. Quan niệm về chính sách tiền tệ

CSTT là một bộ phận của chính sách tiền tệ tài chính quốc gia, thuộc tầm kinh tế vĩ mô do Ngân hàng trung ương (NHTW) xây dựng và chính NHTW đưa vào thực hiện trong thực tế nhằm ổn định tiền tệ và nâng cao sức mua của đồng tiền.

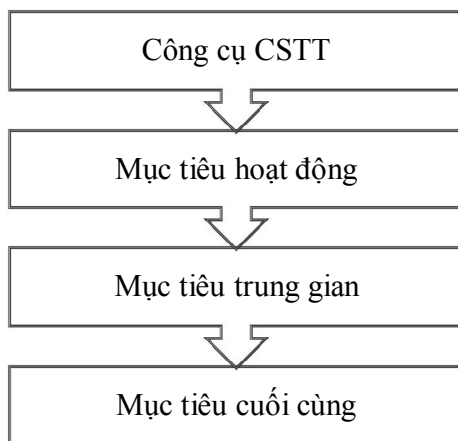
Ở Việt Nam, NHNN Việt Nam đóng vai trò chức năng là NHTW, là cơ quan của chính phủ, thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng, chịu trách nhiệm chính trong việc hoạch định và thực thi CSTT quốc gia nhằm ổn định giá trị đồng tiền, góp phần đảm bảo hoạt động ngân hàng và hệ thống tổ chức tín dụng, thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội theo định hướng xã hội chủ nghĩa.

2.2. Các mục tiêu của chính sách tiền tệ

CSTT là một trong những vấn đề được nhiều nhà kinh tế quan tâm và nó cũng gây nhiều tranh cãi nhất trong kinh tế vĩ mô vì tính chất đa dạng của nó. Tuy điều hành CSTT rất khác nhau giữa các thời kỳ, các giai đoạn phát triển kinh tế, khác nhau giữa các nước song quy trình hoạt động của CSTT của NHTW các nước đều theo một quy trình chung.

Để đạt được đích cuối cùng của CSTT, NHTW phải theo đuổi nhiều mục tiêu trực tiếp và gián tiếp khác nhau. Các mục tiêu này có liên kết chặt chẽ với nhau cũng như với mục tiêu cuối cùng của CSTT.

Hình 1: Quy trình chính sách tiền tệ



Nguồn: S.Mishkin, F. (2013, tr. 455).

Việc lựa chọn các mục tiêu của CSTT được coi là việc làm quan trọng nhất và khó khăn nhất trong việc xây dựng và thực thi CSTT, nó quyết định tính hiệu quả hay không hiệu quả của CSTT, bởi vì mục tiêu quyết định khuôn khổ hay chiến lược CSTT quốc gia.

Mục tiêu cuối cùng của CSTT của các quốc gia khác nhau thì không giống nhau. Mục tiêu CSTT của Malaysia cũng như một số nước Châu Á khác là: duy trì ổn định tiền tệ, ổn định tỷ giá và thúc đẩy phát triển hệ thống tài chính và ngân hàng, góp phần thúc đẩy phát triển và tăng trưởng kinh tế. Hiện nay, trên thế giới xuất hiện xu hướng điều hành CSTT lạm phát mục tiêu và đã có khoảng 27 quốc gia thực hiện CSTT này (Nguyễn Thị Kim Thanh, 2013). Theo IMF, CSTT lạm phát mục tiêu là một bản thông báo ra công chúng về chỉ tiêu trung hạn của lạm phát cũng như uy tín của cơ quan thẩm quyền về tiền tệ để đạt được mục tiêu này. Ở những quốc gia thực hiện CSTT lạm phát mục tiêu, NHTW hoàn toàn chủ động trong việc sử dụng các công cụ của mình nhằm đạt được mục tiêu lạm phát hoặc có một mức độ lập tương đối để thực thi CSTT. Đồng thời nền kinh tế phải có thể chế tài chính và tiền tệ vững mạnh. Như vậy, có thể thấy lạm phát là một trong những mục tiêu cuối cùng của CSTT tác động tới nền kinh tế. Việc lựa chọn một CSTT đa mục tiêu hay chỉ hướng tới thực hiện lạm phát mục tiêu không chỉ phụ thuộc vào ý kiến chủ quan của các nhà nghiên cứu mà còn phụ thuộc vào sự phát triển của nền tài chính quốc gia, mô hình hoạt động của NHTW của mỗi nước.

Mục tiêu trung gian của CSTT là những biến số tiền tệ mà có thể đo lường được, kiểm soát được và phải có tác động dự báo được mục tiêu cuối cùng. Điều đó có nghĩa là biến số tiền tệ đó phải có mối liên hệ với mục tiêu hoạt động và có thể tác động tới mục tiêu cuối cùng của CSTT. Ngân hàng Thế giới qua đúc kết kinh nghiệm của các nước đã chia mục tiêu trung gian thành 3 loại sau: Mục tiêu trung gian là tổng lượng tiền; tỷ giá; lãi suất thị trường. Khuôn khổ lý thuyết cho việc thực hiện mục tiêu trung gian là khối lượng tiền là lý thuyết số lượng tiền. Tuy nhiên, mục tiêu trên sẽ khó có thể đạt được nếu như tốc độ chu chuyển của tiền không ổn định hoặc có sự biến động không theo một chiều hướng sẽ gây khó khăn cho việc dự báo. Với mục tiêu trung gian là tỷ giá, mục tiêu của CSTT của nước lựa chọn mục tiêu phụ thuộc vào CSTT của nước neo tỷ giá. Thực hiện mục tiêu tỷ giá có ưu điểm là rất minh bạch đối với dân chúng và nếu nước neo tỷ giá có lạm phát thấp thì về cơ bản nước bị neo tỷ giá cũng có lạm

phát thấp vì sau một thời gian điều chỉnh giá cả ở nước bị neo tỷ giá sẽ sát với nước neo tỷ giá.

Mục tiêu hoạt động là những biến tiền tệ mà NHTW có thể tác động hay kiểm soát một cách trực tiếp bằng các công cụ của CSTT nhằm thay đổi mục tiêu trung gian và qua đó tác động đến mục tiêu cuối cùng. Theo Mishkin (2013), tiêu chuẩn để lựa chọn mục tiêu hoạt động là chỉ tiêu tiền tệ mà có thể dự báo được mục tiêu trung gian và chịu tác động trực tiếp của các công cụ CSTT. Nếu mục tiêu hoạt động là khối lượng tiền thì NHTW phải dự báo khối lượng tiền cần tăng thêm và thông qua các công cụ của CSTT kiểm soát trực tiếp khối lượng tiền đó. Khối lượng tiền thường được chọn làm mục tiêu hoạt động ở những nền kinh tế có thị trường tiền tệ chưa/kém phát triển, kém hiệu quả và khả năng cạnh tranh giữa các ngân hàng thấp.

2.3. Công cụ của chính sách tiền tệ

Để đạt được mục tiêu của CSTT, NHTW các nước trên thế giới phải sử dụng hàng loạt công cụ của CSTT. CSTT thường có các công cụ điều tiết sau: tái cấp vốn, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở... CSTT được vận hành thông qua bốn đầu mối quan hệ giữa NHTW với: chính phủ, các định chế tài chính trung gian, thị trường mở, khu vực tài chính tiền tệ đối ngoại. Hai đầu mối chủ yếu của NHTW khi vận hành các công cụ của CSTT là các ngân hàng thương mại (NHTM) cùng các tổ chức tín dụng và thị trường mở.

NHNN Việt Nam hiện nay đang sử dụng một số công cụ khi thực hiện CSTT: tái cấp vốn, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất trần, tỷ giá, hạn mức tín dụng... Các công cụ đó mang cả tính quản lý gián tiếp và trực tiếp do đặc thù của sự phát triển kinh tế Việt Nam.

Như vậy, CSTT là một công cụ chính sách quan trọng mà chính phủ các nước cũng như Việt Nam sử dụng để điều tiết kinh tế. CSTT của các nước khác nhau với đặc thù về cơ chế, thể chế, sự phát triển của thị trường ở mức độ khác nhau có thể sử dụng các công cụ khác nhau để đạt được mục tiêu đặt ra của chính sách. CSTT có thể có đa mục tiêu hoặc chỉ một mục tiêu duy nhất là kiềm chế lạm phát. Ở Việt Nam thể chế để điều hành CSTT lạm phát mục tiêu đã được xác định trong Luật NHNN năm 2010 nhưng cơ chế và điều kiện chưa phù hợp nên việc điều hành vẫn theo CSTT đa mục tiêu. Việc điều hành CSTT trong bối cảnh hiện tại, để đạt mục tiêu tăng trưởng và lạm phát mà chính phủ đặt ra, rất cần có dự báo về khối lượng cung ứng tiền tệ tăng thêm hàng năm. Ước lượng được nhu cầu tiền cho nền kinh tế là một cách để dự báo cung ứng tiền tệ của

nền kinh tế.

3. Ước lượng hàm cầu tiền cho Việt Nam

Ở Việt Nam tính đến thời điểm này cũng đã có tương đối các nghiên cứu về hàm cầu tiền. Các nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện có thể được chia theo ba nhóm mô hình: (i) mô hình PAM (Leung, S. & Vo, T.T., 1996; Phạm Quốc Thắng, 1996; Đặng Chí Trung, 2004), (ii) mô hình ECM (Hà Quỳnh Hoa, 2000 và 2008) và (iii) mô hình ARDL (Trần Thọ Đạt & Hà Quỳnh Hoa, 2010; Trần Thọ Đạt, 2010).

Các nghiên cứu thực nghiệm nêu trên đều cho thấy hàm cầu tiền có các hệ số phù hợp với lý thuyết. Tuy nhiên các nghiên cứu không được mở rộng cho mẫu quan sát tới năm 2012 và chưa có nghiên cứu nào trong việc nghiên cứu cầu tiền xem xét chi phí cơ hội của tiền là lãi suất cho vay.

Với mẫu nghiên cứu có tần suất theo quý, biến quy mô được chọn trong nghiên cứu này là GDP. Các nghiên cứu cho Việt Nam trước năm 2008 hầu như chỉ sử dụng giá trị sản lượng công nghiệp làm đại diện cho biến quy mô. Nguyên nhân là do khi đó chưa có chuỗi số liệu đủ dài cho nghiên cứu hoặc với các phân tích theo tháng không có chuỗi giá trị GDP.

Biến chi phí cơ hội trong hàm cầu tiền thực nghiệm ở Việt Nam trong các nghiên cứu trước đây thường dùng là tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ lãi suất trúng thầu trái phiếu kho bạc, lãi suất tiền gửi tiết kiệm, tỷ giá hối đoái. Các biến này tuy đã được thực hiện kiểm định thống kê để lựa chọn vào mô hình song các biến đó vẫn chưa phải là biến phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mang tính thị trường do có sự kiểm soát trực tiếp của chính phủ về lãi suất. Nhiều nghiên cứu ở Việt Nam đã cho rằng biến lãi suất mang tính thị trường, phản ánh tốt chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền có thể là lãi suất trên thị trường chợ đen, lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại hoặc tổ chức tín dụng ngoài quốc doanh. Tuy nhiên, không thể có được chuỗi số liệu lãi suất trên thị trường chợ đen vì đây là một nguồn không chính thức. Đối với các tổ chức tín dụng của nước ta trong thời gian qua không hoàn toàn có khả năng tự quyết định lãi suất huy động do can thiệp vào lãi suất trần huy động của chính phủ. Song với những thời kỳ ngân hàng thương mại gặp khó khăn về thanh khoản như năm 2008 và 2009, các ngân hàng thương mại cạnh tranh nhau có nhiều chiêu thức như tặng quà, bốc thăm trúng thưởng 100%,... Các khoản đó tựu chung lại chính là chi phí huy động vốn nhưng thể hiện ngoài lãi suất. Do đó, chi phí cơ hội phải bao hàm cả lãi suất tiền gửi cộng thêm

các phần quà tặng nhưng lại không thể hạch toán được số liệu. Các NHTM khi huy động vốn với chi phí cao sẽ cho vay với lãi suất cao hơn, điều này thể hiện rõ đối với các tổ chức kinh doanh tiền vì lợi nhuận (các NHTM cổ phần, NHTM ngoài quốc doanh). Như vậy, xu hướng biến động của lãi suất cho vay là tín hiệu thực phản ánh xu hướng thay đổi của chi phí huy động, là biến chi phí cơ hội tốt trong ước lượng hàm cầu tiền Việt Nam.

Biến chi phí cơ hội được sử dụng trong nghiên cứu này là lãi suất cho vay đối với khối doanh nghiệp tư nhân và cổ phần được thực hiện ở Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Thương Tín (Sacombank). Hiện nay, Sacombank là ngân hàng thương mại có vốn lớn thứ hai trong khối các NHTM cổ phần ngoài quốc doanh và có vốn điều lệ trên 10 nghìn tỷ đồng. Do vậy, mức lãi suất mà ngân hàng này thực hiện có thể được xem như là một tín hiệu thị trường tốt để phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.

Với thực trạng của một nền kinh tế có hiện tượng đô la hóa cao như nước ta hiện nay, khi xét khối lượng tiền là lượng tiền rộng, $M2^1$, thì cầu tiền không chỉ được xem xét trong mối quan hệ với biến chi phí cơ hội được lựa chọn là tỷ lệ lãi suất mà còn cần phân tích ảnh hưởng của sự biến động tỷ giá ngoại tệ tới cầu tiền $M2$.

Như vậy, hàm cầu tiền được chỉ định trong ước lượng nghiên cứu thực nghiệm này được mô tả như sau:

$$\ln m2r = F(\ln Y, ir, \ln ER) \quad (1)$$

Trong đó $\ln m2r$ là giá trị logarit cơ số tự nhiên của $M2R$ ($M2R = M2/CPI \cdot 100$). $\ln Y$ là giá trị logarit cơ số tự nhiên của GDP_r với $Y = GDP_r$ (là giá trị của GDP tính theo giá so sánh năm 1994) và được kỳ vọng có quan hệ thuận với nhu cầu nắm giữ tiền. $ir = icv - infy$ (với icv là lãi cho vay bình quân của Sacombank và $infy$ là tỷ lệ lạm phát tính theo năm

(tính trên cơ sở CPI), được kỳ vọng có quan hệ nghịch với nhu cầu nắm giữ tiền. Biến ER là tỷ giá hối đoái danh nghĩa đồng đô la trên thị trường tự do Hà Nội. $\ln ER$ (giá trị logarit cơ số tự nhiên của ER) được kỳ vọng có quan hệ thuận với nhu cầu nắm giữ tiền.

Số liệu được sử dụng trong nghiên cứu này có tần suất theo quý gồm 52 quan sát cho mỗi biến và được thu thập trong giai đoạn 2000-2012 từ nguồn của SBV (M2); GSO (GDP, CPI) và Bộ Kế hoạch và Đầu tư (ER). Trên cơ sở dữ liệu chuỗi thời gian, nghiên cứu sử dụng kiểm định ADF (Augmented Dickey-Fuller test) để xác định tính dừng, kiểm định đồng tích hợp bằng phương pháp của Johansen và Juselius để xem xét có tồn tại mối quan hệ trong dài hạn giữa các biến trong mô hình. Khi các chuỗi dữ liệu không dừng và tồn tại mối quan hệ đồng tích hợp thì phương pháp hồi quy đồng tích hợp sẽ được áp dụng để xác định mối quan hệ trong dài hạn. Tiếp đến là mô hình hiệu chỉnh sai số (ECM) được sử dụng để xem xét quá trình điều chỉnh từ trạng thái ngắn hạn hướng tới cân bằng trong dài hạn. Cuối cùng dựa trên các tham số ước lượng được của hàm cầu tiền tiến hành dự báo tốc độ tăng cung tiền dựa trên các kịch bản khác nhau của tăng trưởng và lạm phát cho năm 2014 và 2015

Kết quả kiểm định ADF cho các biến được sử dụng trong mô hình thực nghiệm được trình bày tóm tắt trong Bảng 1. Kết quả kiểm định cho thấy chuỗi dữ liệu sau khi được lấy logarit của các biến là không dừng ở tất cả các mức ý nghĩa thông kê. Khi biến đổi dữ liệu của các biến sang sai phân bậc 1, thì các chuỗi này đều dừng ở mức ý nghĩa 1%. Như vậy, bậc tích hợp của tất cả các biến là 1 hay I(1).

Bước tiếp theo là kiểm định khả năng xảy ra các vec tơ đồng tích hợp giữa các dãy số thời gian bằng phương pháp của Johansen & Juselius (1990) để xác định mối quan hệ trong dài hạn của các biến trong

Bảng 1: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị (Unit Root Test) cho các chuỗi số liệu trong hàm cầu tiền

Biến	Giá trị ADF(độ trễ)	Giá trị tới hạn (mức ý nghĩa 1%)
$\ln m2r$	ADF(4) = -1.698708	-3.571310
$\Delta \ln m2r$	ADF(0) = -5.047854	-3.571310
$\ln Y$	ADF(4) = -1.432908	-3.577723
$\Delta \ln Y$	ADF(0) = -131.1992	-3.574446
ir	ADF(1) = -3.552935	-3.568308
Δir	ADF(0) = -4.822160	-3.568308
$\ln ER$	ADF(4) = 0.004848	-3.565430
$\Delta \ln ER$	ADF(0) = -6.550930	-3.568308

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

Bảng 2: Kết quả kiểm định đồng tích hợp cho hàm cầu tiền

Giả thuyết H_0	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Giá trị thống kê vết của ma trận (Trace Statistic)	Giá trị tới hạn 5%	Prob**
$r = 0$ *	0.520273	65.40606	54.07904	0.0035
$r \leq 1$	0.392208	30.88282	35.19275	0.1355
$r \leq 2$	0.139536	7.480485	20.26184	0.8645
$r \leq 3$	0.008836	0.417154	9.164546	0.9975
Giả thuyết H_0	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Thông kê giá trị riêng cực đại của ma trận (Max-Eigen Statistic)	Giá trị tới hạn 5%	Prob**
$r = 0$ *	0.520273	34.52324	28.58808	0.0077
$r \leq 1$ *	0.392208	23.40234	22.29962	0.0350
$r \leq 2$	0.139536	7.063331	15.89210	0.6618
$r \leq 3$	0.008836	0.417154	9.164546	0.9975

* bác bỏ giả thuyết H_0 ở mức ý nghĩa 5%

** MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Nguồn: kết quả ước lượng được từ mô hình

mô hình. Kết quả kiểm định vết của ma trận (*trace*) và kiểm định giá trị riêng cực đại của ma trận (*maximal eigenvalue*) đều bác bỏ giả thuyết không tồn tại véc tơ đồng tích hợp và khẳng định là có ít nhất một véc tơ đồng tích hợp. Như vậy, tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến được lựa chọn của mô hình cầu tiền dài hạn.

Sau khi lựa chọn trễ tối ưu cho các biến trong mô hình dựa trên tiêu chuẩn Akaike (AIC), tiêu chuẩn Schwarz (SC) và tiêu chuẩn Hannan-Quinn (HQ). Kết quả ước lượng được hàm cầu tiền M2 được trình bày tóm tắt như ở phương trình (2) trong đó giá trị ghi trong ngoặc tròn là sai số chuẩn.

$$\ln m2r = 1,85 \ln Y - 0,0138ir + 0,207 \ln ER - 10,9219$$

$$se (0,19625) (0,00456) (0,30381) (1,61045) (2)$$

$$R^2 = 0,6857$$

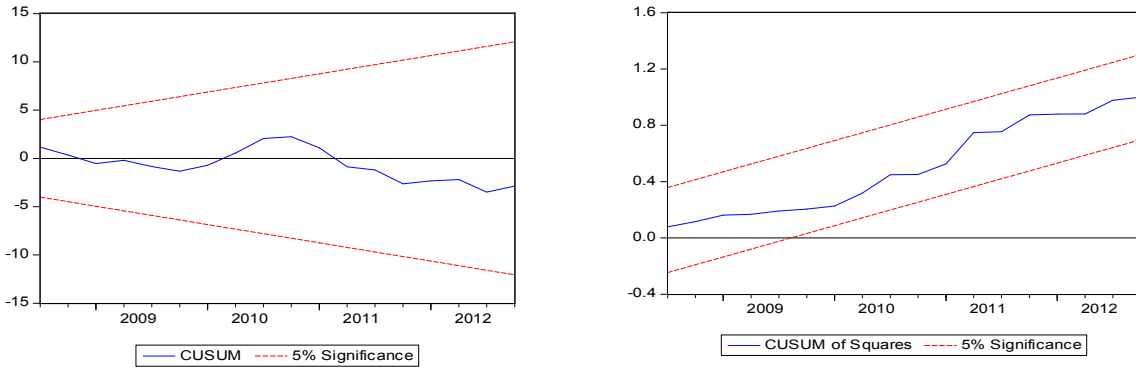
Hàm cầu tiền ước lượng ở phương trình (2) có các hệ số phù hợp với lý thuyết kinh tế. Hệ số co giãn của cầu tiền đối với thu nhập bằng 1,85 cho thấy khi thu nhập thực tế của nền kinh tế tăng thêm 1% thì cầu tiền tăng thêm 1,85%. Hệ số nhạy cảm của cầu tiền đối với lãi suất là -0,0138 cho thấy khi lãi suất tăng thêm 1% thì cầu tiền giảm 0,0138 điểm %. Cầu tiền có phản ứng ngược và nhỏ khi có sự thay đổi của lãi suất. Phương trình (2) cho thấy mặc dù biến tỷ giá không có ý nghĩa thống kê tuy nhiên nó có quan hệ dương với sự gia tăng của cầu tiền rộng. Ngoài thu nhập, lãi suất, tỷ giá thì còn có các nhân tố khác có khả năng ảnh hưởng tới nhu cầu nắm giữ tiền ở Việt Nam được ẩn chứa đằng sau giá trị của con số -10,92 của phương trình cầu tiền ước lượng được. Hệ số này có giá trị âm cho thấy khi công nghệ thanh toán, sự phát triển của thị trường tài chính hoặc sự đa dạng của các tài sản thay thế

Bảng 3: Kết quả ước lượng hàm cầu tiền ngắn hạn
(biến phụ thuộc là $\Delta \ln m2r$)

Biến số	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê t	Giá trị xác suất
$\Delta \ln m2r(-1)$	0.711526	0.110930	6.414193	0.0000
$\Delta \ln m2r(-2)$	-0.497533	0.158525	-3.138510	0.0033
$\Delta \ln Y(-2)$	-0.228471	0.049394	-4.625464	0.0000
$\Delta ir(-2)$	0.005441	0.001886	2.884565	0.0064
$\Delta \ln ER(-1) + \Delta \ln ER(-2)$	0.390780	0.186761	2.092407	0.0431
DUM2007	-0.049599	0.016191	-3.063426	0.0040
DUM2008	0.032647	0.016413	1.989049	0.0539
S4	0.197474	0.034884	5.660830	0.0000
S2	0.192945	0.047704	4.044625	0.0002
T	0.001516	0.000739	2.050786	0.0472
EC(-1)	-0.172532	0.063648	-2.710719	0.0100
R-squared	0.672292	Mean dependent var		0.038626
Adjusted R-squared	0.586053	S,D, dependent var		0.042772
S.E. of regression	0.027519	Sum squared resid		0.028778
Durbin-Watson stat	1.861709			

Nguồn: Kết quả ước lượng được từ mô hình ECM

Hình 2: Kiểm định CUSUM và CUSUM-Squares cho hàm cầu tiền M2 ngắn hạn



tiền thì sẽ làm cho cầu tiền giảm.

Sau khi đã xác định được có tồn tại đồng tích hợp giữa các biến trong mô hình cầu tiền rộng ở Việt Nam, mô hình ECM đã được áp dụng để xem xét mối quan hệ trong ngắn hạn giữa các biến trong mô hình và trễ của nó. Sau khi loại bỏ các biến không có ý nghĩa thống kê, cũng như dựa vào kết quả kiểm định Wald test cho thấy các trễ của biến tỷ giá là không khác nhau, do vậy mô hình cầu tiền M2 ngắn hạn rút gọn được hồi quy theo mô hình ECM được trình bày tóm tắt như trong Bảng 3.

Phần hiệu chỉnh sai số EC có độ trễ là t-1 được tính từ véc tơ đồng tích hợp và đưa vào các phương trình ECM này nhằm mục đích đảm bảo quan hệ dài hạn được thỏa mãn. Kết quả ở Bảng 3 cho thấy hệ số ước lượng được của EC(-1) là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%. Điều này có nghĩa là giá trị biến thiên của cầu tiền rộng ($\Delta \ln m2r$) sẽ bị khử đi khoảng 0,172532; đây cũng là mức chênh lệch giữa biến thiên ngắn hạn và dài hạn. Do số liệu gốc không điều chỉnh theo mùa nên trong phần ước lượng cầu tiền ngắn hạn có đưa thêm các biến giả mùa vụ (S_i với $i=1, 2, 3$ và 4 tương ứng với quý 1, 2, 3 và 4) và biến xu hướng (T) để xem xét ảnh hưởng của các biến này đến cầu tiền.

Kiểm định tính ổn định của hàm cầu tiền ngắn hạn cho thấy tổng tích lũy phần dư đệ quy (*cumulative sum of the recursive residuals*) nằm trong dải cộng trừ ý nghĩa thống kê 5% cho thấy hàm cầu tiền này là ổn định trong thời kỳ nghiên cứu 2000-2012. Kiểm định *CUSUM-Squares* cũng cho thấy hàm cầu tiền là ổn định ở mức ý nghĩa thống kê 5%.

Hàm cầu tiền M2 trong thời gian nghiên cứu là ổn định điều đó lại khẳng định thực tế ở Việt Nam, trong thời kỳ nghiên cứu, những thay đổi liên quan tới chính sách, thể chế, cải cách tài chính vẫn chưa đủ mạnh để có thể gây ra những cú sốc đột biến gây ảnh hưởng phi tuyến tới quan hệ giữa các biến số trong hàm cầu tiền.

Như vậy, hàm cầu tiền ước lượng được là phù hợp với lý thuyết, có khả năng giải thích thực tiễn và thỏa mãn các kiểm định thống kê. Hàm cầu tiền ổn định trong thời gian nghiên cứu nên có thể sử dụng trong phân tích và dự báo.

4. Dự báo tốc độ tăng cung tiền thời kỳ 2014-2015

Với kết quả hàm cầu tiền ước lượng được ở phần trên, tốc độ tăng cung tiền được ước lượng tương ứng cho năm 2014 và 2015. Bảng 4 tóm tắt kết quả dự báo tốc độ tăng cung ứng tiền tệ với kịch bản về mục tiêu tăng trưởng và lạm phát như chính phủ đã đặt ra cho năm 2014. Kết quả cho thấy để đạt mục tiêu năm 2014 là tăng trưởng 5,8% và lạm phát khoảng 7% thì NHNN cần tăng cung tiền vào khoảng từ 16,7% đến 17,8%.

Theo đánh giá triển vọng kinh tế thế giới của nhiều tổ chức uy tín trong và ngoài nước, các hoạt động kinh tế ở nhiều nước trên thế giới cũng như ở Việt Nam trong năm 2014 còn gặp nhiều khó khăn, trở ngại và có những ảnh hưởng không nhỏ đến quá trình phục hồi kinh tế. Bởi vậy, mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2014 là 5,8% cũng là một thách thức đối với các nhà hoạch định chính sách ở Việt Nam. Bảng 5 trình bày kết quả dự báo tăng trưởng và lạm phát

Bảng 4: Dự báo cung tiền năm 2014 nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng và lạm phát theo kế hoạch (%)

Năm	Mục tiêu*		Dự báo tốc độ tăng cung tiền so với thời kỳ trước
	Tăng trưởng	Lạm phát	
2014	5,8	7,0	16,7 – 17,8

Ghi chú: (*)Nghị quyết của Quốc hội về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2014 (Quốc hội, 2013)

Nguồn: Tác giả ước tính dựa trên mô hình ước lượng được

Bảng 5: Dự báo triển vọng kinh tế Việt Nam 2014-2015 (%)

Tổ chức công bố	2014		2015	
	Tăng trưởng	Lạm phát	Tăng trưởng	Lạm phát
Mục tiêu của chính phủ	5,8	7,0	-	-
ADB ^a	5,5	7,2	-	-
WB ^b	5,4	7,4	5,4	7,7
IMF ^c	5,4	7,9	-	-
EY ^d	5,4	6,5	6,4	6,0
Dự báo của tác giả ^e	5,7	6,9	5,6	7,8

Nguồn: (a) Báo cáo triển vọng phát triển Châu Á: cập nhật tháng 10/2013 (ADB, 2013); (b) Triển vọng kinh tế châu Á Thái Bình Dương: cập nhật tháng 10/2013 (WB, 2013); (c) Báo cáo triển vọng kinh tế thế giới: tháng 10/2013 (MF, 2013); (d) Dự báo triển vọng tại các thị trường tăng trưởng nhanh (Ernst & Young, 2014); (e) Hà Quỳnh Hoa (2014).

Bảng 6: Dự báo sự gia tăng cung tiền năm 2014 và 2015 dựa trên cơ sở kết quả dự báo tăng trưởng và lạm phát (%)

Năm	Dự báo		Dự báo tốc độ tăng cung tiền so với thời kỳ trước
	Tăng trưởng	Lạm phát	
2014	5,7	6,9	16,4 – 17,5
2015	5,6	7,8	15,8 – 16,7

Nguồn: tác giả tự ước tính

của Việt Nam do các tổ chức quốc tế và của tác giả dự báo cho Việt Nam thời kỳ 2014 - 2015.

Bảng 5 cho thấy hầu hết các tổ chức quốc tế đều dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam năm 2014 nhỏ hơn chỉ tiêu mà chính phủ đặt ra. Mặc dù các dự báo này có điều chỉnh theo hướng nhìn nhận kinh tế Việt Nam có những chuyển biến tích cực hơn các báo có đánh giá trước đó. Bảng 5 cũng đưa ra kết quả dự báo của tác giả về tỷ lệ tăng trưởng và tỷ lệ lạm phát dựa trên mô hình SARIMA² cho năm 2014 và 2015, kết quả dự báo cũng cho thấy năm 2014 tỷ lệ tăng trưởng kinh tế chỉ đạt khoảng 5,7% và tỷ lệ lạm phát là 6,9% và năm 2015 lần lượt là 5,6% và 7,8%.

Dựa vào kết quả của các tham số ước lượng được trong mô hình cầu tiền M2 ở phần trên, tốc độ tăng cung ứng tiền tệ đã được dự báo theo các kịch bản về tăng trưởng và lạm phát cho năm 2014 và 2015. Bảng 6 tóm tắt các phương án mục tiêu tăng trưởng cung tiền theo kết quả dự báo về tăng trưởng và lạm phát của tác giả cho năm 2014 và 2015. Năm 2014, nếu tỷ lệ tăng trưởng kinh tế dự báo là 5,7% và lạm phát là 6,9% so với năm 2013, CSTT nói lỏng nên được thực hiện ở mức tăng cung tiền là khoảng từ 16,4% đến 17,5%. Năm 2015 với dự báo tăng

trưởng thấp hơn một chút so với năm 2014 (5,6%) và tỷ lệ lạm phát có xu hướng tăng so với 2014 (7,8%), NHNN cần thực hiện CSTT thận trọng hơn với tỷ lệ tăng cung tiền khoảng 15,8% đến 16,7%. Như vậy, tính trung bình hai năm 2014 và 2015, để đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân khoảng 5,65% và tỷ lệ lạm phát là 7,35%, cung ứng tiền tệ sẽ tăng khoảng 16,1% đến 17,1%/năm.

5. Kết luận

Trong bối cảnh hiện tại, các điều kiện cần cho một CSTT mục tiêu lạm phát chưa đầy đủ, NHNN nên thực hiện điều hành CSTT đa mục tiêu trong đó chú trọng mục tiêu lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Việc ước lượng hàm cầu tiền cho nền kinh tế có thể đưa ra những dự báo cho điều hành cung ứng tiền tệ nhằm đạt được mục tiêu chính phủ đặt ra. Để đạt tốc độ tăng trưởng bình quân năm 2014 và 2015 là khoảng 5,65%/năm, tỷ lệ lạm phát khoảng 7,35%, cung ứng tiền tệ cần tăng bình quân khoảng 16,1% đến 17,1%/năm. Tuy nhiên, để đạt được mục tiêu tăng trưởng và lạm phát Chính phủ đặt ra thì không thể chỉ dựa duy nhất vào CSTT mà cần phải có sự phối hợp với các chính sách kinh tế vĩ mô khác. □

Ghi chú:

1. M2 = tiền mặt + tiền gửi nội tệ + tiền gửi ngoại tệ
2. Chi tiết xem bài: Dự báo tăng trưởng và lạm phát năm 2014 – 2015, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, số 8 (568), tháng 4/2014, trang 15-18.

Tài liệu tham khảo

- ADB (2013), *Asian Development Outlook 2013 Update: Governance and public service delivery*, Philippines.
- Đặng Chí Trung (2004), ‘The demand for money in Vietnam’, thesis of master degree, MDE Hanoi.
- Ernst & Young (2014), *Rapid-growth markets: EY Rapid-Growth Markets Forecast, Asia-Pacific focus*, Oxford Economics.
- Hà Quỳnh Hoa (2000), ‘Demand for money in Vietnam’, luận văn thạc sỹ Kinh tế, Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Hà Quỳnh Hoa (2008), ‘Cầu về tiền và hệ quả đối với chính sách tiền tệ ở Việt Nam’, luận án tiến sỹ Kinh tế, Đại học Kinh tế Quốc dân.
- Hà Quỳnh Hoa (2014), ‘Dự báo tăng trưởng và lạm phát năm 2014 – 2015’, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, số 8 (568), tr. 15-18.
- IMF (2013), *World economic outlook october 2013: Transitions and Tensions*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Johansen, S. & Juselius, K. (1990), ‘Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration - with Applications to the Demand for Money’, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- Leung, S. & Vo, T.T. (1996), ‘Vietnam in the 1980s: price reforms and stabilisation’, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 197, 187-207.
- Nguyễn Thị Kim Thanh (2013), ‘Lựa chọn khuôn khổ chính sách tiền tệ cho Việt nam’, *Kỷ yếu Hội thảo khoa học Chính sách tiền tệ lạm phát mục tiêu: Sự lựa chọn thích hợp cho Việt Nam*, Ngân Hàng Nhà nước Việt Nam, Hà Nội, tr 1-12.
- Phạm Quốc Thắng (1996), ‘Money demand: The case of Vietnam’, thesis of master degree, MDE Hanoi.
- Quốc hội (2010), *Luật Ngân hàng Nhà nước*, luật số 46/2010/QH12, Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam khóa XII, kỳ họp thứ 7 thông qua ngày 16 tháng 6 năm 2010.
- Quốc hội (2013), *Nghị quyết số: 53/2013/QH13, Nghị quyết của Quốc hội về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2014*, Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam thông qua ngày 11 tháng 11 năm 2013.
- S.Mishkin, F. (2013), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Tenth Edition, Pearson.
- Trần Thọ Đạt & Hà Quỳnh Hoa (2010), *Cầu tiền và chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, NXB ĐH Kinh tế Quốc dân.
- Trần Thọ Đạt (2010), ‘Ứng dụng nghiên cứu cầu tiền trong hoạch định chính sách tiền tệ ở Việt Nam’, đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ, mã số: B2009.06.136, Đại học Kinh tế Quốc dân.
- WB (2013), *East Asia and Pacific economic update october 2013: Rebuilding Policy Buffers, Reinvigorating Growth*, World Bank, Washington DC.

Targets of Vietnam monetary policy for 2014 and 2015

Abstract:

According to Article 3 of the Law on the State Bank 2010, the ultimate objective of the monetary policy is inflation targeting. However, since 2011, objectives of the monetary policy of Vietnam have been economic growth and inflation. Based on estimated money demand function for Vietnam, this paper forecasted the money supply growth rate in order to achieve macroeconomic goals set by the Government. The results showed that in order to achieve an average economic growth rate of the period 2014-2015 of about 5.65% and inflation rate of about 7.35%, the money supply should be increased by an average of 16.6% to 17.65%.

Thông tin tác giả:

* **Hà Quỳnh Hoa**, tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Bộ môn Kinh tế Vĩ mô, Khoa Kinh tế học, Trường Đại học Kinh tế quốc dân
 Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế học, Phân tích chính sách Kinh tế vĩ mô, CS tiền tệ, CS tài khóa, Tài chính, Ngân hàng.

- Tạp chí đã từng đăng tải bài viết: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Journal of Economics and Development, Vietnam's Socio- Economic Development, Tạp chí Kinh tế và Dự báo.*

- Địa chỉ liên lạc: Địa chỉ email: hoahq.neu@gmail.com